

Finansal Serbestleşmenin Teorik Temelleri

Hasan Alp ÖZEL*

Özet

Finansal serbestleşme, finans piyasalarını ayıran sınırların ortadan kalkması, sermaye hareketliliğini engelleyen düzenlemelerin ve finansal baskı politikalarının terk edilmesi olarak karşımıza çıkmaktadır. Finansal serbestleşme politikalarının ekonomik büyümeyi arttırıcı bir unsur olarak gören yazarların yanında, finansal serbestleşme politikalarının özellikle gelişmekte olan ülkelerde önemli finansal ekonomik krizlere zemin hazırladığını savunan yazarlar da bulunmaktadır. Bu çalışmada finansal serbestleşme teorileri açıklanmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Finansal Serbestleşme, Finansal Serbestleşme Teorileri, Ekonomik Büyüme

Theoretical Bases of Financial Liberalization

Abstract

Financial liberalization emerges as elimination of barriers over financial markets and giving up regulations that prevent capital movements and financial policies of repression. Besides several authors that consider financial liberalization policies as factors that can increase that level of economic growth, there are also some other authors that propose financial liberalization policies lay the groundwork for severe financial crises particularly in developing countries. The aim of this study is to explain financial liberalization theories.

Keywords: Financial Liberalization, Financial Liberalization Theories, Economic Growth

Giriş

Finansal serbestleşme, finans piyasalarının bütünleşmesi ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi olarak tanımlanmaktadır. Finansal serbestleşme hem küreselleşmenin bir unsuru, hem de küreselleşmeyi hızlandıran bir faktördür. Finansal serbestleşme politikalarını geliştirmiş ülkeler öncülüğünde gelişmekte olan ülkeler de hızla uygulamaya başlamıştır. Gelişmekte olan ülkelerin özellikle 1970'lerden itibaren uygulamış olduğu finansal serbestleşme politikalarının temelinde, finansal serbestleşmenin tasarrufları ve dolayısıyla da yatırımları arttırarak ekonomik büyümeye olumlu etkisi olduğu yaklaşımı bulunmaktadır. Teoride finansal serbestleşmenin ekonomik büyümeyi olumlu etkilediği görüşünün yanında, özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından sınırlı bir finansal serbestleşmeyi savunan görüşlerde bulunmaktadır. Sınırlı bir finansal serbestleşmeyi savunan görüşlerin temelinde finans sisteminin hızlıca serbestleşmesinin ekonomik kırılganlığı arttırdığı ve ekonomiyi yeni finansal krizlere daha duyarlı yaptığı görüşü bulunmaktadır. Bu çalışmada finansal serbestleşme teorileri ve teorilere karşı yapılan eleştiriler incelenmektedir.

1. Finansal Serbestleşme

Sermaye hareketleri 1970'li yılların başından itibaren özellikle gelişmiş ülkeler öncülüğünde hızla ilerlemiştir (Kastner ve Rector 2005: 484). Finansal serbestleşmeyi, sermaye hesabının serbestleştirilmesi, mali baskı politikalarının ve yabancı yatırımcılara yönelik sınırlamaların

* Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi Biga İktisadi İdari Bilimler Fakültesi İktisat Bölümü, alpalp78@hotmail.com



kaldırılması olarak tanımlamak mümkündür (Galindo ve Ordonez 2002: 2). Mali kontroller, finans hareketlerini sınırlamak veya yönlendirmek olarak ortaya çıkan politikalarından oluşmaktadır. Bu kontroller, vergiler, fiyat ya da miktar kontrolleri olabileceği gibi sermayenin uluslararası dolaşımına ilişkin yasakları da kapsamaktadır (Neely 1999: 15).

Serbestleşmeye yönelik olarak atılan adımları genel olarak aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür (Alp 2000: 94):

- Döviz kurlarının serbest piyasa mekanizması tarafından belirlenmesi,
- Faiz oranları ve krediler üzerindeki kamu müdahalesinin kaldırılması, fon arz ve talebinin serbest piyasa koşulları altında belirlenmesi,
- Uluslararası sermaye hareketlerine getirilen sınırlamaların kaldırılması,
- Borsa işlemlerinde aracı kurumların müşterilerine tahakkuk ettirecekleri komisyonların serbest bırakılması,
- Çeşitli ülkelerdeki finansal kurumların gerek şube açarak, gerekse mevcut şubeyi satın alarak ulusal finans piyasalarına girişinin kolaylaştırılması ve bu piyasalarda rekabet ortamının sağlanması,
- Piyasa kontrollerinden ziyade piyasada faaliyet gösteren kurumların sermaye yapısını güçlendirici düzenlemeler yapılması.

Finansal piyasalar serbestleştirilirken kamu otoritesi çeşitli faktörleri gözetmektedir. Bu faktörler arasında öne çıkanları şu şekilde sıralamak mümkündür (Davis 1995: 26-27):

- Rekabeti arttırmak ve bu sayede finansal hizmetlerin maliyetini azaltmak,
- Özel sektörün fon imkanlarını geliştirmek ve bu fonlara ulaşımını kolaylaştırmak,
- Piyasadaki tekelleşmeyi kaldırmak,
- İç piyasadaki pazar ve kurumların rekabet gücünün artırılması,
- Yeni koşullara daha açık olunması,
- Kamunun rahat fon yaratabileceği sermaye piyasası oluşturulması,
- Finansal sistemin aşırı risk yüklenmesi önlenerek durağan bir yapıya kavuşturulması.

Williamson ve Mahar finansal serbestleşmenin ön koşullarını şu şekilde sıralamaktadır (Williamson ve Mahar 2002: 59):

- Sermaye kontrolleri kaldırılmadan en az iki yıl önce ticari serbestleşme uygulamalarının başlatılması,
- Deregülasyondan en az iki yıl önce yurtiçi finansal serbestleşmenin başlatılması,
- Deregülasyonun başlatılmasından en az iki yıl önce yerli ve yabancı bankaların bankacılık sektörüne girişlerinin serbest bırakılması,
- Bankacılık sektöründe kamu mülkiyetinin deregülasyondan en az iki yıl önce %40'ın altına düşürülmesi,
- Piyasa esaslı bir finansal sisteme göre ölçülü bir düzenleme ve denetleme sisteminin oluşturulması.

Finansal sistem fon fazlası olan ekonomik birimlerden, fon ihtiyacı olan ekonomik birimlere fon transferi sağlamaktadır (İncekara 2011: 17). Finansal serbestleşme sayesinde uluslararası sermaye verimliliğin düşük olduğu bölgeden kolaylıkla verimliliğin yüksek olduğu bölgeye geçebilmektedir. Bu durum ise ortalama verimliliğin artmasına sebep olmaktadır. Finansal serbestleşmeyi savunan görüşlere göre bu sayede, dünya refahında bir artış sağlanmaktadır (Seyidoğlu 2003: 143). Finansal sistemin temel amacı, finansal sermayeyi en etkin olacak yere, diğer bir ifadeyle en yüksek geri dönüşü olacak yere yönlendirmeye çalışarak, rekabet halindeki kullanıcılar arasında paylaşmaktır (Stiglitz 2006: 136). Bu kapsamda finansal serbestleşmenin temel amacı kaynak dağılımındaki etkinliğin artırılması ve ekonomik büyümenin sağlanmasıdır (Binay ve Kunter 1998: 1).

2. Finansal Serbestleşmenin Teorik Temelleri

1970'lerden önce düşük faiz ve enflasyonist para politikasından oluşan finansal baskı politikaları temel olarak Keynes (1936) ve Tobin'in (1965) çalışmalarına dayanmaktadır. Fakat McKinnon (1973) ve Shaw (1973) finansal baskı politikalarına karşı çıkmıştır. McKinnon ve Shaw birbirlerinden bağımsız olarak yapmış oldukları çalışmalarında yüksek tasarruf ve yatırım oranına ulaşmak için faiz oranlarına uygulanan tavanın kaldırılmasını ve enflasyonist para politikaları ile sağlanan senyoraaj uygulamalarından vazgeçilmesini tavsiye etmişlerdir. Böylelikle piyasayı temizleyecek faiz oranı artacak ve dolayısıyla da tasarruflar artacaktır (Eschenbach 2004: 1). Yazarlar, finansal serbestleşmenin tasarrufları verimli yatırımlara yönelttiğini ve yatırım tasarruf eşitliğini olumlu yönde etkilediğini savunmuştur (Arestis 2004: 254). Ancak temelde McKinnon ve Shaw'ın görüşlerine dayanan finansal serbestleşme, 1970'den günümüze özellikle gelişmekte olan farklı ülkelerde önemli hayal kırıklıkları da yaratmıştır (Andersen ve Tarp 2003: 190). Finansal serbestleşmeyi eleştiren yazarlar, finansal serbestleşmenin doğasında ekonomik dalgalanmanın bulunduğunu savunmaktadırlar. Bu bağlamda yazarlara göre, finansal serbestleşme ekonomik büyümeyi engellemektedir. Bu görüş ise McKinnon-Shaw çalışmasının tam karşısında yer almaktadır (Jha 2003: 388). McKinnon ve Shaw'ın finansal serbestleşme politikalarının, ekonomik büyüme üzerinde olumlu bir etki yaptığı görüşü karşısında, yer alan bu görüş finansal düzenlemeye sahip olmayan gelişmekte olan ülkelerde kontrolsüz finansal serbestleşme politikalarının ekonomiyi daha kırılgan hale getirdiğini savunmaktadır. Bu görüşe göre uluslararası sermaye, sermaye piyasaları serbestleşen gelişmekte olan ülkelerde daha yüksek gelir elde edebilme şansına sahip olduğundan bu ülkelerde daha fazla yatırım yapmaya yönelmektedir. Bu sayede finansal serbestleşme politikaları gelişmekte olan ülkelere kısa vadeli sermaye akımlarının artmasına neden olmaktadır. Kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinde meydana gelen artış, gelişmekte olan ülkelerin finansal yapısını daha kırılgan hale getirmektedir. Özellikle finansal yapısı sağlam temellerde olmayan gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen ekonomik istikrarsızlıklarda büyük miktarda fon çıkışının meydana gelmesi bu ülkelerdeki finansal krizlere zemin hazırlamaktadır (Korkmaz vd. 2010: 282).

2.1. McKinnon-Shaw Teorisi

McKinnon-Shaw, özellikle 1970'e kadar gelişmekte olan ülkelerin yaygın olarak uyguladığı, faiz tavanı uygulaması, yüksek karşılık oranları, kamunun kredi tahsisini de içeren piyasanın rekabetçi yapısını bozan, kamu müdahaleleri içeren finansal baskı politikalarını eleştirmektedir (Andersen ve Tarp 2003: 191). Finansal serbestleşmenin tasarrufları, yatırımları ve sermayenin verimliliğini arttırarak ekonomik büyümeyi desteklediğini savunmaktadır (Arestis ve Demetriades 1999: 441).

1970'li yılların başına kadar tasarruf ve yatırım konusundaki literatür temel olarak, sanayileşmiş ekonomileri esas almış, benzer analizlerin gelişmekte olan ekonomiler için de geçerli olacağını öngörmüştür. Bu bağlamdaki yaklaşımlar, düşük faiz oranlarının yatırımları ve ekonomik büyümeyi teşvik edeceğini, önemli ölçüde gelir düzeyi tarafından belirlenen tasarrufların ise olumsuz etkilenmeyeceğini öngörmüştür. Bu yaklaşımlar, kalkınma sürecinin temel değişkeni olarak yatırımları vurgulamıştır. Tasarruf oranlarının ise yatırımlar sonucu meydana gelen gelir artışı ile artacağını varsulamaktadır. McKinnon'a göre ise dış kaynak imkanlarının sınırlı olduğu, sermaye piyasasının kursosuz olmadığı bir ekonomik yapıda bankalar önemli bir rol oynamaktadır. Banka mevduatları, sermaye birikim sürecinde önemli bir fonksiyona sahip bulunmaktadır. Banka mevduatları, yüksek ve pozitif faiz oranları ile teşvik edilmelidir. Bu sayede banka mevduatları yüksek getiri sağlayacak, parasal birikim daha cazip hale gelecek ve verimli projelerin gerçekleşmesi için sermaye birikimi sağlanmış olacaktır (Büyükdeniz 1991: 21-22). McKinnon analizindeki temel finansal baskı sendromunun yapısal yönleri şunlardır (Kapur 1983: 41):

- Ticari bankacılık sisteminin mali aracılık boyutunda ulaşılabilecek yüksek enflasyon da, düşük nominal mevduat faizlerini olumsuz etkilemesi,
- İşletme sermayesinin finansmanı için ihtiyaç duyulan banka kredisine getirilecek sınırlamaların toplam reel çıktı düzeyi üzerinde daraltıcı etkileri olması,



- Önemli ara üretim girdilerinin ithalatı için gerekli olan döviz miktarını sınırlayan aşırı değerli kur.

McKinnon-Shaw yaklaşımı yüksek faiz oranlarının düşük getiri getiren yatırım projelerini eleyeceğini, dolayısıyla yatırımların daha verimli alanlara yöneleceğini savunmaktadır (Arestis 2004: 254). McKinnon reel faiz oranlarındaki artışın tasarrufları olumlu yönde etkileyeceğini ve harcamaları kısıcı etki yaratacağını savunmaktadır. Tasarruflardaki bu artış ise yatırımları olumlu yönde etkileyerek artıracaktır (Arestis ve Nissanke 2005: 247).

Finansal serbestleşme yaklaşımına göre, gelişmekte olan ülkelerde uygulanan finansal baskı politikaları tasarrufları azaltmakta ve sermaye kaçışını hızlandırmaktadır. Dolayısıyla kaynaklar marjinal verimliliği düşük yatırımlarda kullanılmakta ve tasarruf sahipleri üretken olmayan yatırımlara yönelmektedir. Finansal baskı politikaları, düşük faiz oranları ve seçici kredilerle ayrıcalıklı bir grup yaratmaktadır. Bu grubun dışında kalanlar ise yüksek faiz oranlarının geçerli olduğu gayri resmi piyasalara yönelmek zorunda kalmaktadır (Esen 1998: 24).

McKinnon ve Shaw, baskı altında tutulan faizlerin, rekabetçi piyasa koşullarında oluşması durumunda yükseleceğini, yükselen faizlerin ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkileyeceğini savunmaktadır (Gemech ve Struthers 2006: 2). Yazarlara göre, özellikle gelişmekte olan ekonomilerde, devletin piyasaya müdahalesiyle faizlerin yapay olarak düşük seviyede tutulması, toplam tasarruf hacmini olması gerekenin altında gerçekleştirmektedir. Bu durum kredilerin dağılımında etkinliği de azaltmaktadır. Tasarruf yetersizliği nedeniyle kredi talebi fazlalığı meydana gelecek, bu durum da finansal piyasaların verimliliğini azaltacaktır (Emek 2000: 64).

McKinnon-Shaw teorisi, bütün olumlu beklentilere karşı genelde beklenen sonuca ulaşamamıştır. Özellikle faiz oranlarındaki artışlar gelişmekte olan ülkelerde umulan tasarruf artışını sağlamada yetersiz kalmıştır. Finansal serbestleşme ile birlikte dış borçlar ve iç borçlar beklenmedik şekilde artmıştır. Büyük bankalar ve uluslararası piyasalarla bağları olan şirketler ucuz döviz kredilerine kolaylıkla ulaşabilirken, yüksek maliyetlerle yurtiçi piyasalardan kredi alan küçük işletmelerin borçları sürekli olarak yükselmiştir. Bu durum karşısında özellikle finansal serbestleşmenin ilk aşamasında ekonomiyi finansal istikrarsızlıktan korumaya yönelik sınırlı bir finansal baskı politikasının sürdürülmesi gereği tartışılmaya başlanmıştır (Esen 1998: 25).

Shaw'a göre, faizlerde meydana gelen artışlar tasarrufların da artmasında sebep olurken, ticari serbestleşmenin de etkisiyle yeni yatırımların oluşmasına da sebep olmaktadır (Shaw 1973: 72). Finansal reformlardan önce reel sektöre yönelik çeşitli düzenlemelerin yapılması, finansal serbestleşme sürecinde meydana gelebilecek çeşitli sorunların üstesinden gelebilmek için gereklidir. Bu aşamada meydana gelebilecek finansal istikrarsızlıkların giderilmesine yönelik olarak sınırlı bir piyasa müdahalesi savunulmaktadır (McKinnon ve Pill 1998: 1279-1280). McKinnon ve Pill'e göre finansal serbestleşme sürecinde meydana gelen finansal dalgalanmaların sebebi yapılan finansal reformlar sürecinde ekonomilerde oluşan boşlukları dolduracak yeterli alt yapının eksikliğidir (McKinnon ve Pill 1997: 190-191).

2.2. Yapısalcı Teori

Yapısalcı teori, McKinnon ve Shaw'ın öne sürdüğü görüşlere karşı çıkmaktadır. Yapısalcı teori, gayri resmi piyasaların varlığını kabul etmekte ve gayri resmi piyasaları büyümeyi engelleyen bir güç olarak değil büyümeyi destekleyen bir güç olarak görmektedir (Venet 2003: 65). Bu bağlamda, finansal serbestleşme teorisine en kapsamlı eleştiriler yapısalcı teoriden gelmiştir. Yazarlara göre, finansal serbestleşme, savunucusu olan McKinnon ve Shaw'ın görüşlerinin aksine, stagflasyona ve borç verilebilir fonlarda bir azalmaya neden olarak ekonomik büyümeyi engellemektedir (Esen 1998: 24-25).

Yapısalcı teori, finansal serbestleşmenin ekonomik büyümeyi yavaşlatacağını ve enflasyona neden olacağını savunmaktadır. Taylor'un öncülüğünü yaptığı yapısalcı teoriye göre faiz maliyeti, işletme sermayesi maliyetine dahil edilmektedir. Dolayısıyla finansal serbestleşme sürecinde faiz oranlarında meydana gelen artış üretim maliyetlerini de arttırmaktadır. Üretim maliyetlerindeki artış ise fiyatlara yansıtılmaktadır. Yapısalcı teori resmi finansal piyasaların yanında gayri



resmi finansal piyasaların da olduğunu savunmaktadır. Dolayısıyla fon arz eden tasarruf sahipleri ve fon talep eden yatırımcılar hem resmi hem de gayri resmi piyasayı kullanmaktadır. Finansal serbestleşme ile artan faiz oranları, tasarrufların bir kısmının gayri resmi piyasadaki piyasaya girmesini teşvik etmektedir. Bu durumda gayri resmi piyasadaki fon miktarı azalırken resmi piyasadaki fon miktarı artmaktadır. Ancak resmi piyasadaki uygulanan mevduat karşılık oranları yüzünden resmi piyasa, gayri resmi piyasadaki fonların tamamını kullanamamaktadır. Dolayısıyla hem resmi hem de gayri resmi piyasadaki toplanan tasarruflarda bir azalma yaşanmaktadır. Bu durum ise yatırımların azalmasına dolayısıyla da ekonomik büyüme hızının yavaşlamasına neden olmaktadır (Eser 1993: 90-91; Eser 1996: 24).

Yapısalcı teorinin temel eleştiri noktası McKinnon ve Shaw'ın ön görüşlerinin yetersiz olduğudur. McKinnon ve Shaw finansal serbestleşme sonucunda tasarrufların ve buna bağlı olarak da yatırımların artacağını dolayısıyla da ekonomik büyümenin sağlanacağını öne sürmüştür. Fakat McKinnon ve Shaw'ın tezlerini takip eden birçok ülke finansal dalgalanmalar ve ekonomik krizlerle karşılaşmıştır. Sonuç olarak ise ekonominin büyümesi beklenen seviyede gerçekleşmemiştir (Gabel 1995: 903-904).

2.3. Neo-Keynesyen Teori

Finansal sistemin temel özelliği fon kanallarını bireysel ya da firma yatırımlarına yönelik olarak etkin dağılımını sağlamaktır. Finansal piyasaların bu işlevini yerine getirebilmesi için piyasadaki tarafların piyasa hakkında tam ve eksiksiz bilgiye sahip olması gerekmektedir. Genellikle borç alanlar, yapılacak yatırımların riskleri hakkında borç verenlerden daha fazla bilgiye sahiptir. Dolayısıyla alınan kredilerin geri ödenebilirliği hakkında kredi alanlar, kredi verenlere göre daha fazla bilgiye sahiptir. Bu şekilde ortaya çıkan asimetric bilgi sorunu beraberinde yanlış seçim ve ahlaki tehlike sorunlarını da beraberinde getirmektedir (Mishkin 2001: 1).

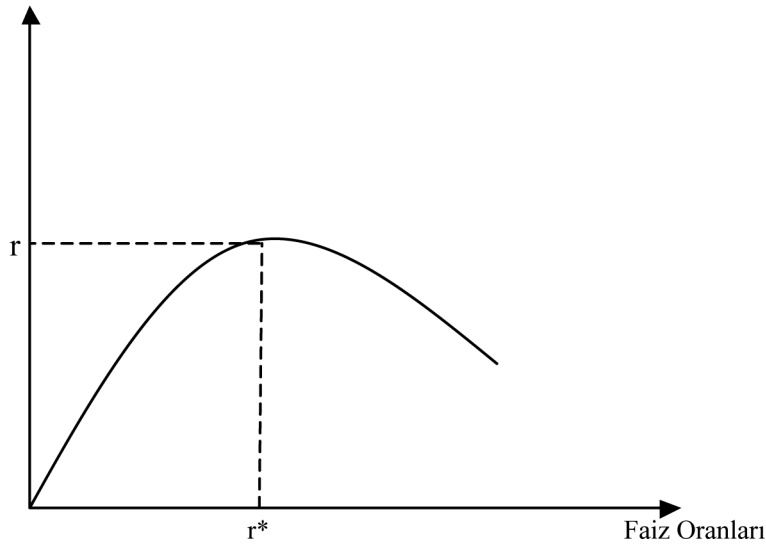
Pazardaki alıcı ve satıcının ticarete konu olan mal hakkında farklı bilgilere sahip olmasını Akerlof, "limon piyasası modeli" olarak tanımlamıştır. Piyasadaki bilgi farklılığı asimetric bilgi sorununu da beraberinde getirmektedir (Varian 1993: 603). Akerlof para piyasaları için geçerli olan Gresham Kanunu'nun piyasanın genelinde de uygulanabileceğini savunmaktadır. Akernof'un ikinci el araba piyasalarında asimetric bilgi olduğu varsayımı altında oluşturduğu limon piyasası modeline göre kötü arabalar "kötü para", kaliteli arabalar ise "iyi para" ile özdeş tutulmaktadır (Akerlof 1970: 489-490).

Akerlof, alıcılarla ve satıcılar arasında asimetric bilginin malları hakkında daha fazla bilgiye sahip satıcıların, fırsatçı bir biçimde düşük kaliteli malları alıcılara daha yüksek fiyatlara satmalarına olanak verdiğini ifade etmektedir. Benzer şekilde kaliteli ürün üreticileri bu süreçten etkilenmektedir. Ancak bilginin eksik olması, bu tür ürünlerin piyasadaki olması, gereken değer altında bir fiyat seviyesinin oluşmasına neden olmaktadır. Stiglitz ve Weiss, bu düşüncüyü kredi piyasasına uyarlamıştır (Stiglitz ve Weiss 1981: 393-410). Bu durumda "alıcılar" borç verenler ve "satıcılar" da kredi talebi olanlardır. Burada borcu alacak olan ödeme gücü hakkında tam bilgiye sahip iken borç veren bu tür bir bilgiye sahip değildir. Bu nedenle de borç verenler bilgi dezavantajlarının farkında olarak borcu alanlara rasyonel bir şüphecilikle yaklaşacaktır. Bunun sonucunda iyi bir yatırım projesine (yani beklenen net şimdiki değeri pozitif olan) sahip firmaların borç alabilmesi için, piyasa faiz oranı üzerinde bir kar payı ödemeleri gerekmektedir. Ancak yazarların belirttiği üzere eğer krediler belli bir sınırla dağıtılırsa pozitif net şimdiki değere sahip projelerin hiç bir fiyat seviyesinde kredi bulamama ihtimali mevcuttur (Fazzari 1999: 5).

Fry, Stiglitz'in (1994), bazı durumlarda sınırlı olsa finansal baskı politikalarının uygulanması görüşüne katılmamaktadır. Stiglitz'e göre, ilk olarak faiz oranlarının düşürülmesi, kredi havuzundaki başvuruların ortalama kalitesini arttırmaktadır. İkinci olarak finansal baskı firmaların öz kaynaklarını arttırmaktadır. Çünkü firmanın sermaye maliyetini düşürmektedir. Üçüncü olarak finansal baskı ekonomik büyümenin sağlanması için ihracatın performansının artırılması gibi alternatif dağıtım mekanizmalarında bir bağlaç olarak kullanılmaktadır. Fry ise, piyasalardaki bilgi eksikliğini ve devletin önemini kabul etmekle birlikte Stiglitz'in finansal baskı

önerisine karşı çıkmaktadır. Fry'a göre ilk olarak, faiz oranlarının düşürülmesi ile yatırımların ortalama verimliliğini her zaman arttıramaz. Çünkü düşük faiz oranları girişimcileri düşük getirisi olan girişimlere teşvik etmektedir. İkinci olarak finansal baskı sermayenin marjinal maliyetini her zaman düşürmemektedir. Üçüncü olarak, kredi isteyenlere geçmiş performansa göre kredi verilmesi piyasaya yeni girenlere karşı ayrımcılığa neden olurken diğer ekonomik birimler içinde bir monopol oluşturmaktadır. Son olarak Fry'a göre kredi programlarını yönlendirmek hata oranlarını arttırarak finansal sistemin kırılma olasılığını arttırmaktadır (Fry 1997: 760).

Bir bankanın beklenen getirisi geri ödemenin olasılığına bağlıdır. Dolayısıyla banka borcunu geri ödeme olasılığı en yüksek olan ödünç talep eden birimi belirleme gücüne sahip olmayı istemektedir. Borç alanın iyi olanını tanımlamak zordur ve birçok özelliğin gözetilmesini gerektirmektedir. Borç alanın kabullendiği faiz oranları iyi bir gözetim mekanizması olarak düşünülmektedir: Yüksek düzeyde faiz ödemeyi kabul edenler muhtemelen en riskli gruba girmektedir. Bu grup yüksek faiz seviyelerinde borç almaktadır. Çünkü aldıkları borcu geri ödeme olasılığı düşüktür. Bu nedenlerdir ki faiz oranları arttıkça borçlananların ortalama risk düzeyi artacak ve bunun bir sonucu olarak da muhtemelen bankanın karı azalacaktır. Faiz oranlarındaki artış başarılı olabilecek projelerin getirilerinde bir düşüşe neden olmaktadır. Yükselen faiz oranları firmaları başarılı olma olasılığı düşük fakat başarılı olduğunda çok yüksek getiri sağlayacak yatırımlara yönlendirmektedir. (Stiglitz ve Weiss 1981: 393-394).



Şekil 1: Bankaya Beklenen Geri Dönüş Oranı ve Faiz İlişkisi.

Kaynak: Joseph E. Stiglitz and Andrew Weiss, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", The American Economic Review,

Şekil 1'de de gösterildiği gibi bankaların beklenen gelirleri faiz oranlarından daha az hızla artabilmekte ve hatta belli bir noktadan sonra azalabilmektedir. Beklenen getirinin r olduğu faiz oranı r^* seviyesinde fonlar için olan talep arzdan daha fazladır. Bu durumda borç talepleri yerine getirilmemiş olan müşteriler arzın talebe eşitleneceği noktaya kadar yüksek faiz oranlarını bankalara teklif edebilir. Banka r^* nin üzerinde faiz öneren birisine borç vermeyebilir. Çünkü bu seviye denge düzeyini ifade etmektedir. Bankaya göre bu tür borçlar ortalama borçlanma faiz düzeyinden daha risklidir ve ortalama faiz oranından r^* daha yüksek oranda verilen borcun beklenen getirisi bankanın normalde elde edeceği ortalama beklenen getiri değerinden daha düşüktür. Bu nedendir ki ortada arzı talebe eşitleyecek rekabetçi güçler yoktur (Stiglitz ve Weiss 1981: 393-394). Bankaların iyi kredi müşterisi, kötü kredi müşterisi ayırımı yapmada kullandığı temel metotlardan bir tanesi banka müşterisinin ödemeye razı olduğu kredi faiz oranıdır. Piyasa

ortalamasının üzerinde faiz vermeye hazır olan banka müşterilerinin taşıdığı risk daha fazladır. Bu bağlamda faiz oranları arttıkça borçlunun taşıdığı risk artarken bankanın beklenen karı azalmaktadır. Şekil 1'de r^* faiz düzeyinin üzerindeki her noktada bankaların beklenen getirisi düşmektedir. Bu düşüşün temel sebebi ahlaki tehlike ve yanlış seçim olarak karşımıza çıkmaktadır (Karabulut 2002: 8-9).

2.3.1. Yanlış Seçim

Yanlış seçim sorunu, eksik bilgiden kaynaklanmaktadır. Eksik bilgi tarafların bilmek istediği ancak öğrenemediği bilgidir (Varian 1993: 607). Bankalardan kredi kullananları yüksek kaliteli borçlular ve düşük kaliteli borçlular olarak sınıflandırmak mümkündür. Yüksek kaliteli borçlular kredi borçlarını geriye ödeyebilenlerdir. Düşük kaliteli borçlular grubunu ise kredi borçlarını geri ödeyemeyenler oluşturmaktadır. Kredi borçlarının geri ödenmesi konusunda kuşkusuz krediyi kullananlar, krediyi verenlerden daha fazla bilgiye sahiptir. Bu durum piyasada asimetrik bilginin oluşmasını sağlamaktadır. Faiz oranlarında meydana gelen artış sonucunda düşük kaliteli borçluların kredi talebi ile yüksek kaliteli borçluların kredi talebi arasındaki fark açılmaktadır. Artan faiz seviyelerinde yüksek kaliteli borçlular daha az borçlanmayı tercih etmektedir. Bu şekilde asimetrik bilginin meydana getirdiği bilgi eksikliği piyasada yanlış seçimi de beraberinde getirmektedir. Bu durumda kredi verilirken potansiyel kredi kullanıcılarına yönelik yanlış seçim riski de artmaktadır. Bankalar ve diğer finansal kuruluşlar düşük kaliteli kredi kullanıcılarıyla yüksek kaliteli kredi kullanıcılarını birbirinden ayırabilmek için kredi kullanıcıların kredi geçmişlerini birbiriyle paylaşabilirler. Bu sayede finansal kuruluşlar kredi talep edenlerin kredi geri ödemeleri hakkında bir miktar bilgiye ulaşabilmektedir. Kredi talep edenlerin, kredi geçmişlerinin finans kuruluşları arasında paylaşılmasıyla asimetrik bilgi ve buna bağlı olarak yanlış seçim problemlerinde bir azalma sağlanılmaya çalışılmaktadır (Pindyck ve Rubinfeld 2009: 621). Yanlış seçim borçların kötü kredi riski taşıması olasılığını arttırdığı için borç verenler piyasada iyi kredi riskine sahip borç taleplerine de borç vermeme kararını alabilirler. Bu durum Akerlof tarafında "limon problemi" olarak tanımlanan analizin özelliklerine yakındır. Yanlış seçim problemini minimize etmek için borç verenlerin kötü kredi risklerini iyi olanlardan elemeleri gerekmektedir (Mishkin 1999: 2).

2.3.2. Ahlaki Tehlike

Ahlaki tehlike borç verme işleminden sonra ortaya çıkmaktadır. Yüksek faizler borç alanı yüksek getirisi olan riskli yatırımlara teşvik etmektedir. Ancak yatırımın başarısız olması durumunda borç verenin zararı daha fazla olmaktadır. Borç veren, yatırımın başarısız olma riskini başlangıçta bilmesi durumunda borç vermeyi seçmeyecektir (Mishkin 1996: 3). Ahlaki tehlike, sözleşme yapıldıktan sonra meydana gelen, borçlunun borcunu ödemesini zorlaştıran kararlar veya, arabasını sigortalatan bir kişinin arabasını kilitlemeden bırakması örneğinde olduğu gibi, sözleşmeye taraf olanların sözleşme ertesinde konuya yeterince özen göstermemesinden doğan zararlar olarak tanımlanmaktadır (Varian 1993: 608).

Ahlaki tehlike işlem gerçekleşikten sonra oluşur, çünkü borç alan birimler borç verenin görüşüne göre arzulanabilir olmayan (borcun geri ödenmesi daha az olası olan) eylemlere kalkışma eğilimindedirler. Borcu alan riski çok yüksek ancak başarılı olduğunda getirisi yüksek olan alanlara yatırım yapma eğilimi içindeyken, projenin başarısız olması durumunda riskin büyük bir kısmını borç veren üstlenmektedir. Aynı zamanda borcu alanın fonları kişisel amaçlar için kullanmak, yeterince çalışmamak veya kişinin güç ve statüsünü artıracak karsız projelere yatırım yapmak gibi eğilimleri bulunmaktadır. Ahlaki tehlikeden kaynaklanan borç alanla borç veren arasındaki çıkar çatışması şu uygulamaları beraberinde getirmektedir: Borç veren ahlaki tehlike problemini minimize etmek için yatırımların daha alt seviyede gerçekleşmesine neden olacak şekilde fonları kısma yönünde karar alabilir. Borç veren borç alana bazı kısıtlamalar getirerek borçlunun, borcunu geri ödeme olasılığı azaltacak eylemlere girmeyebilir. Ayrıca borç veren, borç alanın faaliyetlerini izlemeli ve aralarındaki sözleşmeyi ihlal etmesi durumunda kı-

sırtlayıcı hükümler uygulamalıdır. Yanlış seçim ve ahlaki tehlikenin yarattığı problem iyi işleyen bir piyasa için önemli engellerdir (Mishkin 1999: 394-395).

2.3.3. Kredi Tayınlaması

Kredi tayınlamasını (sınırlaması) aynı özelliklere sahip olan ve borçlanmak isteyen potansiyel kredi kullanıcılarından bazılarının kredi kullanabildiği diğerlerinin ise daha yüksek faize razı olsalar bile borçlanmadığı durum olarak açıklamak mümkündür. Bu durumda, benzer özelliklere sahip yatırımcıların kredi alabilmesi için fon arzının artırılması gerekmektedir (Stiglitz ve Weiss 1981: 394-395). Kredi sınırlamasında borç alanlar piyasa iyi işliyor gibi görünse dahi almak istedikleri miktar kadar borç alamamaktadır. Birinci tip kredi sınırlamasında borç talep eden, faiz oranı üzerinden istediği kadar borç edinmemektedir. İkinci tip kredi sınırlamasında aynı özelliklere sahip borç talep edenler arasından bazıları borç alabilirken, diğerleri bunu gerçekleştirilememektedir. Borç verenler için kredi sınırlandırması iki önemli sebepten dolayı faiz artırımından daha avantajlıdır. Bunlardan birincisi ahlaki tehlike ile ilgilidir. Faiz oranlarının yükseltilmesi sonucunda, kredi kuruluşları, kredi kullanıcılarını daha riskli yatırımlar yapmalarına teşvik etmiş olmaktadır. Bunun engellenmesi için kredi tayınlaması kullanılmaktadır. Kredi tayınlamasının diğer bir avantajı ise yanlış seçim konusundadır. Kredi verenlerin piyasayı dengelemeye yönelik olarak faiz artırımını uygulamak yerine, kredi tayınlamasını seçmesi sonucunda yüksek faiz oranlarında piyasadan çekilecek olan riskten kaçınan potansiyel yatırımcıların, piyasadan çekilmesini belirli ölçüde önlenmektedir. Ancak ekonomide krediye sınırlama getirilmiş ise finansal değişkenlerin bir göstergesi olarak faiz oranının güvenilir bir gösterge olduğunu söylemek mümkün değildir (Blanchard ve Fischer 1989: 479-480).

2.4. Post Keynesyen Teori

Neo keynesyen ve Post Keynesyen teorilerin temelinde Keynesyen teori olmasına karşın birbirlerinden önemli derecede farklılık göstermektedir. En önemli farklılık noktalarından bir tanesi de beklentilerin oluşumudur. Post keynesyen yaklaşıma göre finans piyasalarında arz ve talep unsurlarının beklentileri içsel olarak oluşmaktadır. Beklentilerin içsel olması, yatırım projelerinin şimdiki ve gelecekteki getiri ve risklerinin belirsizliğidir. Bu bağlamda, rasyonel iktisadi birimlerin kararları kendi öngörülerinden etkilenmektedir. Ancak bu öngörü durağan değildir. Beklentilerin uyardığı veya rekabetin zorladığı baskılar sonucunda bazı dönemlerde yüksek riskli yatırımların rasyonel gözükme ihtimali vardır. Bu durum, aynı zamanda kendini besleyen bir süreçtir. Riski yüksek projelerden beklenen karlar gerçekleştikçe gelecek konusunda daha iyimser beklentiler oluşmaktadır. Bu durum karşısında tahminlere olan güven artarak güvenlik marjları daralmaktadır. Beklentilerin uyarladığı piyasa dinamiklerinin en somut göstergesi iktisadi konjonktürün farklı aşamalarında, farklı finansman şekillerine yönelmesi olarak gözlemlenmektedir. İktisadi faaliyetlerin genişleme aşamasında, iktisadi birimler spekülasyon finansmana daha çok yönelmektedir. Diğer bir ifadeyle uzun vadeli projeler kısa vadeli borçlanmayla finanse edilmektedir. Bu davranış iktisadi birimleri faiz şoklarına ve kredi imkanlarındaki değişimlere karşı daha duyarlı yapmaktadır. Bu duyarlılık artışı sonucunda ise finansal sistem daha kırılgan bir duruma gelmektedir (Esen 1998: 27-28).

Post keynesyenlere göre gelecek belirsiz olduğu için yatırım fonksiyonu istikrarsızdır. Dolayısıyla gelecekteki yatırımlar faizin istikrarlı bir fonksiyonu olarak düşünülmemelidir (Cin 1998: 20). Post-keynesyen teoristler, Neo-klasik finansal serbestleşme modellerinin faiz oranlarındaki değişimlerin ekonomik birimlerin finansal yapıları üzerindeki özellikle de devam eden yatırım projelerinin üzerindeki olası etkilerini ihmal ettiğini savunmaktadır. Özellikle Minsky'e göre, faiz oranlarındaki değişiklikler finansal istikrarsızlığa yol açabilmekte bu durum ise ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilemektedir (Stuart 1993: 283-284).

Minsky'nin finansal kriz teorisi genişleyen bir ekonomide dayanmaktadır. Genişleyen bir ekonomide ekonomik iyimserlik artmaktadır. Yatırımların riskliliği hakkındaki görüşler daha az önemsenir hale gelmektedir. Bu gibi bir durumda finansal varlıkların fiyatı ve spekülasyon



yonlarda artış gerçekleşmektedir. Risk ve yükümlülüklerde meydana gelen değişiklikler finansal sistemi giderek daha kırılgan hale getirmektedir. Misky, ekonomik kırılganlığın borç düzeyi arttıkça arttığını savunmaktadır. Bu durumda kısa vadeli borç oranı yükselmekte, likidite azalmakta, spekülative ve ponzi firmalarda bir artış meydana gelmektedir. Uzun vadeli faiz oranlarının kısa vadeli faiz oranlarının üzerine çıkması, firmaları uzun vadeli yatırımlarında bile kısa vadeli borçlanmaya yönelmektedir. Diğer bir ifadeyle, uzun vadeli yatırımlar kısa vadeli borçlanma ile finanse edilmektedir (Wolfson 2002: 393-394). Finansal krizle birlikte bankaların kredi vermekte daha çekinceli davranması, kredi talep edenleri daha zor durumda bırakmakta, gelir seviyesinde ve istihdamda bir azalmaya neden olmaktadır (Sau 2003: 510)

Gelişmekte olan ülkelerde uygulanan finansal serbestleşme politikalarının dört temel unsuru bulunmaktadır. Bu unsurlar; reel kredi ve mevduat faizlerinin piyasa seviyesinde belirlenmesi, mevcut finansal kurumların serbestleştirilmesi, yeni finansal piyasalar ve kurumların yaratılması ile sermaye hesabının serbestleştirilmesi olarak sıralanmaktadır. Bu değişikliklerin talep tarafına olan etkilerine bakıldığında ise başlıca üç etki göze çarpmaktadır. Bunlardan birincisi yüksek kredi faizleri, riskli yatırımcıları avantajlı kılmaktadır. İkincisi, kurumsal yenilikler, kısa vadeli spekülative yatırımlar için yeni olanaklar yaratmaktadır. Üçüncü olarak ise, kısa ve uzun vadeli faiz farklarında meydana gelen artış, spekülative yatırımlar lehine ortam hazırlamaktadır. Keynesyen teorilerin devamı olarak görülen, Grabel (1995) öncülüğünde geliştirilen Spekülative Gelişme Teorisi'ne göre, finansal serbestleşmenin en önemli etkisi düşük getiriye sahip fakat düşük riskli projelerin devre dışı kalmasıdır. Bu sonuç karşısında borç verenler ortalama kalitesi daha düşük borç talep edenler ile karşılaşmaktadır. Bu durumun temel sebebi, piyasadaki bilgi eksikliğinden ziyade borç verilebilir fonların maliyetinin artmasından kaynaklanmaktadır. Finans sektörünün giderek spekülative faaliyet alanı içinde olması, bankaları kısa vadeli kredileri tercih etmeye yöneltmektedir. Bankalar kısa vadeli kredilerle sürekli ortaya çıkan yatırım fırsatlarından yararlanma olanağına kavuşurken, gelecekteki faiz artışından da korunmuş olmaktadır. Kredi talep edenlerin, uzun vadeli finansmanı pahalı bulması sonucunda ya kredi taleplerinde bir azalma yaşanacak ya da uzun vadeli yatırım projeleri de kısa vadeli borçlanma yoluyla finanse edilecektir. Böyle bir durumda ise yüksek getirili düşük riskli uzun vadeli projeler azalırken yüksek getirili, yüksek riskli, kısa vadeli projelerde artış yaratacaktır (Esen 1998: 28-29).

Sonuç

1970'den itibaren gelişmiş ülkelerin öncülüğünde artan finansal serbestleşme, finansal piyasaların bütünleşmesi ve sermaye hareketleri önündeki engellerin kaldırılması olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu kapsamda finansal serbestleşme ile birlikte finans piyasaları arasındaki sınırlar hızla yok olmaktadır.

Finansal serbestleşmenin ekonomik büyümeyi desteklediği görüşü McKinnon-Shaw Teorisi'ne dayanmaktadır. Yazarlar, finans sektörüne uygulanan her türlü kısıtlama ve baskıyı finansal baskı olarak tanımlamakta ve finansal baskıya karşı çıkmaktadır. Yazarlar, finansal serbestleşme ile gelişmekte olan ülkelerin temel sorunu olan tasarruf eksikliği sorununun giderilebileceğini savunmaktadır. Bu görüşe göre, finansal serbestleşme ile oluşacak pozitif reel faiz oranları tasarrufları tetiklemekte, pozitif reel faizle artan tasarruflar kredilere dönüşerek, bir yandan düşük getirili etkisiz yatırımların azalmasına diğer yandan yüksek getirili yatırımların artmasına olanak vermektedir. Yatırımlardaki artış ise ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilemektedir.

Finansal serbestleşme politikaları sonucunda özellikle gelişmekte olan ekonomilerde istenilen ekonomik büyümenin sağlanamamış olması McKinnon-Shaw Teorisi'ne önemli eleştirilerin doğmasına neden olmuştur. Finansal serbestleşmeyi eleştiren yazarlar, finansal serbestleşmenin doğasında ekonomik dalgalanmaların olduğunu savunmaktadır. Finansal serbestleşmeyi eleştiren yazarlara göre hızlı finansal serbestleşme, ekonomik büyümeyi olumsuz etkilemektedir. Bu görüş ise McKinnon-Shaw Teorisi'nin karşısında yer almaktadır. Bu görüşe göre, gerekli

finansal düzenlemeye sahip olamayan gelişmekte olan ülkelerde kontrolsüz finansal serbestleşme politikaları, ekonomiyi daha kırılgan hale getirmektedir. Yazarlara göre, uluslararası sermaye, sermaye piyasaları serbestleşen gelişmekte olan ülkelere daha yüksek gelir elde edebilme şansına sahip olduğundan bu ülkelere daha fazla yatırım yapmaya yönelmektedir. Bu sayede finansal serbestleşme politikaları gelişmekte olan ülkelere, kısa vadeli sermaye akımlarının artmasına neden olmaktadır. Kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinde meydana gelen artış, gelişmekte olan ülkelerin finansal yapısını daha kırılgan hale getirmektedir. Özellikle finansal yapısı sağlam temellerde olmayan gelişmekte olan ülkelere meydana gelen ekonomik istikrarsızlıklarda büyük miktarda fon çıkışının meydana gelmesi, bu ülkelerdeki finansal krizlere zemin hazırlamaktadır. Özellikle, faiz oranlarındaki artışlar, gelişmekte olan ülkelere umulan tasarruf artışını sağlamada yetersiz kalmıştır.

Neo Keynesyen iktisatçılar yanlış seçim, ahlaki tehlike ve kredi sınırlaması gibi piyasanın rekabet gücünü azaltan tehlikelere dikkat çekerken Post Keynesyen iktisatçılar finans piyasalarındaki arz ve talep unsurlarının beklentilerinin içselliğine vurgu yapmışlardır. Bu bağlamda pozitif beklentilerle birlikte uzun vadeli projeler kısa vadeli borçlanma ile finans edilmekte sonuçta ise ekonomik kırılganlık artmaktadır.

Finansal serbestleşme ile birlikte dış ve iç borçlarda beklenmedik artmıştır görülmüştür. Büyük bankalar ve uluslararası piyasalarla bağları olan şirketler ucuz döviz kredilerine kolaylıkla ulaşabilirken, yüksek maliyetlerle yurtiçi piyasalardan kredi alan küçük işletmelerin borçları sürekli olarak yükselmiştir. Bu durum karşısında özellikle finansal serbestleşmenin ilk aşamasında, ekonomiyi finansal istikrarsızlıktan korumaya yönelik sınırlı bir finansal baskı politikasının sürdürülmesi gereği tartışılmaya başlanmıştır.

Kaynakça

AKERLOF, George A (1970), "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and The Market Mechanism", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, pp. 488-500.

ALP, Ali (2000) *Finansın Uluslararasılaşması, Finansal Krizler, Çözüm Önerileri ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme*, 1. Baskı, İstanbul, Yapı Kredi Yayınları.

ANDERSEN, Thomas Barnebeck, Finn Tarp (2003), "Financial Liberalization, Financial Development and Economic Growth in LDCs", *Journal of International Development*, Vol.15, Issue 2, pp. 189-209.

ARESTIS, Philip (2004), "Washington Consensus and Financial Liberalization", *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 27, No. 2, pp. 251-271.

ARESTIS, Philip, Panicos Demetriades (1999), "Financial Liberalization: The Experience of Developing Countries", *Eastern Economic Journal*, Vol. 25, No. 4, pp. 441-457.

ARESTIS, Philip, Machiko Nissanke (2005), "Finance and Development: Institutional and Policy Alternatives to Financial Liberalization Theory", *Eastern Economic Journal*, Vol. 31, No. 2, pp. 245-263.

BİNAY, Şükrü, Kürşat Kunter (1998), *Türkiye'de Mali Serbestleşme Çabalarında Merkez Bankasının Rolü 1980-1997*, Ankara, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği No: 9803.

BLANCHARD, Olivier Jean, Stanley Fischer (1989), *Lectures on Macroeconomics*, Cambridge M.A., MIT Pres.

BÜYÜKDENİZ, Adnan (1991), *Türkiye'de Faiz Politikaları*, İstanbul, Bilim ve Sanat Vakfı Yayınları, Yayın No.1, İktisat Serisi.

CIN, Fatih (1998), "Keynes Sonrası İktisatta "Dengesizlik" Yaklaşımı: Post Keynesyen Bakış", *İktisat İşletme ve Finans*, Yıl 13, Sayı: Ek-146, s. 17-29.

DAVIS, E. Philip (1995), *Dept, Financial Fragility, and Systemic Risk*, Oxford, Clarendon Pres.

EMEK, Uğur (2000) "Finansal Piyasalarda Serbestleşmenin İktisadi Büyüme Üzerine Etkileri", *Rekabet Dergisi*, Sayı: 2, s. 62-90

ESCHENBACH, Felix (2004), "Finance and Growth: A Survey of the Theoretical and Empirical Literature", *Tinbergen Institute Discussion Paper*, TI 2004-039/2, pp. 1-43.



ESEN, Oğuz (1998), "Gelişmekte olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Serbestleşme Programlarına Eleştirel Bir Yaklaşım", *İktisat İşletme ve Finans*, Yıl: 13, Sayı: 145, s. 23-30.

ESER, Kadir (1996), "Finansal Liberalizasyon Politikalarının Makro Ekonomik Performans Üzerine Etkileri", *Hazine Dergisi*, Sayı 1, s. 21-40.

ESER, Kadir (1993), "Mali Baskı Altındaki Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Liberalizasyon Politikalarının Etkinliği", *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, Cilt 4, Sayı: 10, s. 83-100.

FAZZARİ, Steven M. (1999), "Minsky and the Mainstream: Has Recent Research Rediscovered Financial Keynesianism?", *Working Paper No.278*, The Jerome Levy Economics Institute, pp. 1-15.

FRY, Maxwell J. (1977), "In Favour of Financial Liberalisation", *The Economic Journal*, Vol. 107, No. 442, pp. 754-770.

GALÍNDO, Arturo, Alejandro Micco Guillermo Ordonez (2002) "Financial Liberalization and Growth: Empirical Evidence", *Inter-American Development Bank*, pp 1-35.

GEMECH, Firdu, John Struthers (2006), "The Mckinnon-Shaw Hypothesis: Thirty Years on: A review of Recent developments in Financial Liberalization Theory", *RePEc Working Paper*, WP No: 537, pp. 1-25.

GRABEL, Ilene (1995), "Assessing the Impact of Financial Liberalisation on Stock Market Volatility in Selected Developing Countries", *The Journal of Development Studies*, Vol. 31, No. 6, pp. 903-917.

GRABEL, Ilene (1995), "Speculation-led Economic Development: A Post-Keynesian Interpretation of Financial Liberalization Programmes in the Third World", *International Review of Applied Economics*, Vol. 9, Issue 2, pp. 127- 149

İNCEKARA, Ahmet (2011), *Bankacılık ve Finansal Kurumlar*, İstanbul, İktisadi Araştırmalar Vakfı, İktisadi Araştırmalar Vakfı Yayın No:3.

JHA, Raghbendra (2003), *Macroeconomics For Developing Countries*, 2nd Edition, Routledge Taylor&Francis Group.

KAPUR, Basant K., (1983), "Optimal Financial and Foreign-Exchange Liberalization of Less Developed Economies", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 98, No. 1, pp. 41-62.

KARABULUT, Gökhan (2002), *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri*, İstanbul, Der Yayınları.

KASTNER, Scott L., Chad Rector (2005), "Partisanship and the Path to Financial Openness", *Comparative Political Studies*, Vol. 38, No. 5, pp. 484-506.

KEYNES, John Marnard, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, (Çevrimiçi) <http://cleverlearn.edu.vn/ebooks/the-general-theory-of-employment-interest-and-money.pdf>, 15 Ekim 2010.

KORKMAZ, Turhan, Emrah İsmail Çevik, Elif Birkan (2010), "Finansal Dışa Açıklığın Ekonomik Büyüme ve Finansal Krizler Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği", *Journal of Yaşar University*, Vol. 5, No. 17, s. 2821-2831.

MCKINNON, Ronald I., Huw Pill (1998), "International Overborrowing: A Decomposition of Credit and Currency Risks", *World Development*, Vol. 26, No.7, pp. 1267-1282.

MCKINNON, Ronald I. (1973), *Money & Capital in Economic Development*, Washington, The Brookings Institution Pres.

MCKINNON, Ronald I., Huw Pill (1997), "Credible Economic Liberalizations and Overborrowing", *The American Economic Review*, Vol. 87, No. 2, pp. 189-193

MISHKIN, Frederic S. (2001), "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Economies", The World Bank Financial Sector Strategy Policy Department, *Policy Research Working Paper 2683*, pp. 1-50.

MISHKIN, Frederic S. (1999), "International Capital Movements Financial Volatility and Financial Instability", *NBER Working Paper Series*, Working Paper No 6390, pp. 1-33.

MISHKIN, Frederic S. (1996), "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective", *NBER Working Paper No: 5600*, pp. 1-56.

NEELY, Christopher J. (1999), "An Introduction to Capital Controls", *Federal Reserve Bank of ST. Louis Review*, pp. 13-30.



PINDYCK, Robert S. (2009), Daniel L. Rubinfeld, *Microeconomics*, Seventh Edition, Pearson International Edition, Pearson Prentice Hall.

SAU, Lino (2003), "Banking, Information, And Financial Instability in Asia", *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 25, No. 3, pp. 493-513.

SEYİDOĞLU, Halil (2003), "Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri", *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, Cilt: 4, Sayı: 2, s. 141-156.

SHAW, Edward S. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, New York, Oxford University Press.

STIGLITZ, Joseph E. (2006), *Küreselleşme Büyük Hayal Kırıklığı*, Çev. Arzu Taşçıoğlu, Deniz Vural, 4. Baskı, İstanbul, Plan B Yayınları.

STIGLITZ, Joseph E. (1994), "The Role of the State in Financial Markets" *In Proceedings of the World Bank Annual Bank Conference on Development Economics* (Ed. M. Bruno and B Pleskovic), World Bank, pp. 19-52.

STIGLITZ, Joseph E., Andrew Weiss (1981), "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *The American Economic Review*, Vol. 71, No. 3, pp. 393-410.

STUDART, Rogerio (1993), "Financial Repression and Economic Development: Towards A Post-Keynesian Alternative", *Review of Political Economy*, Vol. 5, No. 3, pp. 277-298.

TOBIN, James (1965), "Money and Economic Growth", *Econometrica*, Vol. 33, No. 4.

VARIAN, Hal R. (1993), *Intermediate Microeconomics*, Third Edition, W.W. Norton & Company.

VENET, Baptiste (2003), "Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Gelişme: Literatüre Eleştirel Bir Bakış", Çev. Canan Özatay, *İktisat Dergisi*, Sayı. 438, Haziran, s. 60-70.

WILLIAMSON, John, Molly Mahar (2002), *Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme*, Çev. Güven Delice, Ankara, Liberte Yayınları, Eylül.

WOLFSON, Martin H. (2002), "Minsky's Theory of Financial Crises in a Global Context", *Journal of Economic Issues*, Vol. XXXVI, No. 2, pp. 393-400.

